

研究論文

実効税率と直接投資に関する日米間の実証分析

稲岡 潔・中塚 賢

An Empirical Study on Effective Tax Rates and Foreign Direct Investment; U.S. and Japan

Kiyoshi INAOKA Ken NAKATSUKA

【要 約】国際的な資本移動が活発化する中で、投資受入れ国における税負担の多少が直接投資に対してどのような影響を及ぼしているのかについて、これまで欧米の研究者を中心に積極的な議論が交わされてきた。1970年代までの中心的な主張は、「外国税額控除」によって海外所得に対する追加的な税負担は発生せず、したがって投資受入れ国の実効税率が海外からの直接投資にほとんど影響を与えてはいない、という内容であった。しかし Hartman [1984] の研究結果はそれまでの支配的な意見とは異なったもので、投資受入れ国で十分な利益をあげている海外子会社が自己の利益を原資として再投資する場合、投資受入れ国の税率が影響を及ぼすということを主張した。

この理論を応用した実証結果がその後も蓄積されており、先行研究に沿った内容が多く示されている。しかしその一方で、海外直接投資が影響を受ける要因の多様性や多国籍企業の財務政策のために、明確な結果を得ることの難しさも指摘されている。

本稿では、Hartman [1984] の研究を拡張した Slemrod [1990] の手法に従って、日本からアメリカへの直接投資関数を推計し、実効税率が投資額に与える影響について検証した。1980年代以降のデータを用いた追試では先行研究と同様、推計自体の安定性に課題もあるが、税率に関する影響についてはほぼ理論に沿った結果が得られた。つまり、日本からアメリカへの直接投資額は、アメリカの実効税率に対してはマイナス、日本の実効税率に対してはプラスの影響を受ける。したがって、アメリカの税率の引下げは日本からの投資額を増大させる効果を持ち、一方で、日本の税率の引下げは海外投資額を減少させる方向へ働く。

キーワード：実効税率、海外直接投資、外国税額控除、国際課税原則、企業税制

I 海外直接投資の動向と課税問題

I-1 海外直接投資の動向

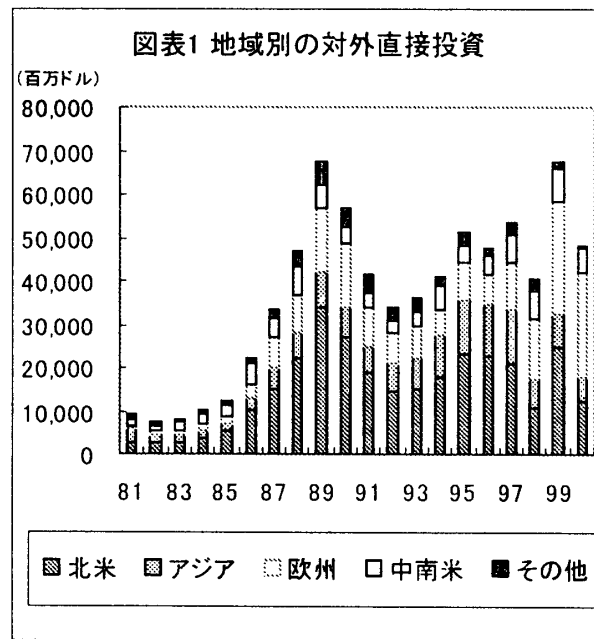
経済のグローバル化は、近年のITや移動手段の進歩にともなってますます拡大し高度化している。従来から生産や販売をグローバルに展開してきた大規模な多国籍企業が、加速度をつけて国際的な経営資源配置の最適化を押し進める一方で、これまで国内で生産・販売活動を行ってきた中小企業が安価な労働力や資源を利用するために、さらには新たな需要を求めて生産拠点を海外へ移す、いわゆる国内生産の空洞化も急速に進んでいる。そのために最近では産業分野を問わず、企業の吸収・合併および資産・部門の売却等のM&Aを用いた、世界的な業界再編が活発に行われている。このような国際的視点に基づく経営活動の中で、国内から海外へ生産・販売を移転していくための重要な投資手段の1つとして用いられているのが海外直接投資であり、これを資金面からみると長期の国際資本移動の一形態として捉えられる。

また海外直接投資は、企業や投資家が単に収益目的で投資を行うだけではなく、海外企業の株式や債権を取得することによって、企業の経営権を支配する目的をもって行われる投資活動を指している。日本の法令や「IMF国際収支統計マニュアル」では海外直接投資を、「居住者以外の投資家が当該国企業に対して継続的な支配的関係を持つもの」と定義しており、条件として「発行済株式総数または出資金額の10%以上を所有する投資行為」が海外直接投資として分類されている。

日本の直接投資に関する統計として公表されている主要なデータとしては、財務省の届出統計と日本銀行の国際収支表の2つがある。財務省『財政金融統計月報』（対内外民間投資特集）は、日本の居住者と海外現地法人との長期資本取引の届出額の記録を集計した第2次統計であるが、時系列で地域別、国別、業種別、および証券取得、債権取得、支店設置等の投資形態別の投資額といった詳細なデータが掲載されている。もう一方の日本銀行『国際収支統計月報』に含まれる国際収支表は、外国為替公認銀行等よりの貿易外受払報告を集計したもので、実際に国境を越えて直接投資として実行された額が実績として計上されている。

これら2つの統計の主な違いは、①日銀の国際収支統計は投資の回収・撤退や貸付金の返済、債権の償還等を含んだネットの数値であるのに対して、財務省の届出統計はそれらを含まないグロスの投資額を示している。②国際収支統計は現実に行われた実績値であるのに対し、届出統計は事前の計画段階の数値であるために中止額を含んでいる。③国際収支表の中の直接投資概念は1996年より再投資収益を含むが、届出統計では含まない。そしてこれらの相違によって、両統計は決して小さくはない差異を生じている。

それまで国内投資活動に比して相対的に小額であった日本企業による海外直接投資が、本格的に増加を始めたのは1969年の外国為替管理法の改正以降である。ここでは、特に急増した1980年代以降の直接投資額を財務省の届出統計でみてみよう。図表1は日本から海外への直接投資額を比較的金額の大きい4つの地域と、その他の地域に分けて示したものである。80年代半ばから日本の直接投資額は一気に増加しており、1981年から89年にかけては約7.6倍の規模となっている。バブル景気後に一旦落ち込んではいるものの、90年代半ば以降は一転して

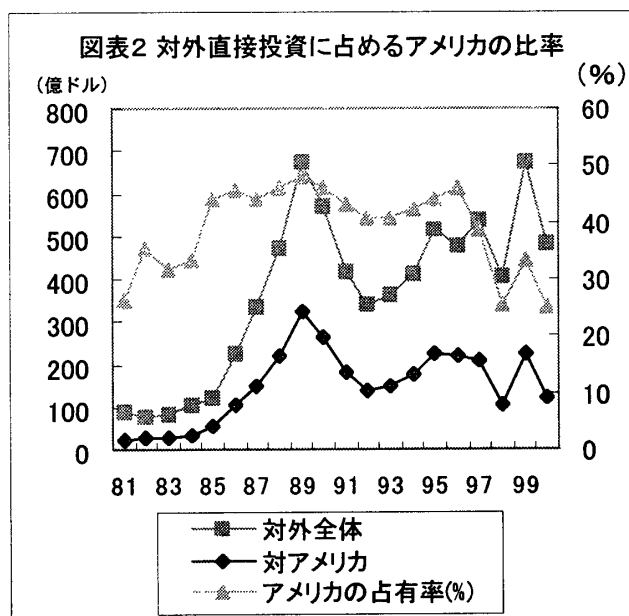


(出所：財務省『財政金融統計月報』各年度版より作成)

増加に転じている。

また地域別にみると、80年代初めにはアメリカへの投資額がアジアや欧州と比較してそれほど大きくはないが、80年代半ば頃より北米・欧州向けが急増しており対外直接投資全体の金額を押し上げるのに大きく貢献している。しかしバブル期以降は両地域向けが低迷する中で、アジア向け・中南米向けが相対的に投資額を伸ばす結果となっている。中南米向けの投資が拡大している背景には、タックス・ヘイブンの利用を目的とする投資増加の影響も大きい。

アメリカ向けの投資額を示したのが図表2である。アメリカに対する直接投資額の比率は1980年代前半から徐々に増加しており、海外直接投資総額の上昇に大きく寄与していることが分かる。しかし、1990年代に入ると対米投資の減少にともなって対外直接投資全体も減少しており、1995年以降は全体の中でアメリカの占める比率も下降傾向にある。これらのことから海外直接投資が大きく増加した時期は、アメリカや欧州への直接投資の割合が高かったが、90年代に入ると投資先も多様化し、様々な目的に応じて投資先の選択が行われていることがうかがえる。しかしアメリカ向け投資シェアが低下傾向にあるとは言え2000年で全体の25%を占めていることから、アメリカ向けの投資が海外直接投資総額の増減に大きな影響力を持つということに異論はなかろう。



(出所：財務省『財政金融統計月報』各年度版より作成)

I - 2 海外直接投資の要因

多国籍企業が海外直接投資を行う要因としての代表的な理論に、“折衷理論：eclectic theory”（Dunning, 1979）がある。例えば、各国固有の立地条件によって制約された生産要素賦存、企業の優位性、市場の内部化による取引費用の低減など、海外直接投資に関してそれまでも様々な理論が存在したが、どれか1つの理論だけでは説明できないためこれらの異なった経済的要因の折衷によって説明する、というのがこの理論の主旨である。

Dunning は企業行動における直接投資の意思決定について、次の3つの要因を指摘している。

- 1) 企業の特権優位性（firm's ownership specific advantages）
- 2) 内部化インセンティブ優位性（internalization incentive advantages）
- 3) 立地特殊変数（location specific variables）

この要因を少し具体的に考えてみよう¹⁾。例えば、「情報」や「生産工程」などの「消費の非競争性」を持った、ある種の公共財的でかつ競争力のある無形資産を保有する企業が、それをうまく利用することによってわずかの限界費用で大きな収益をあげることができると仮定する。そこでこの無形資産を（グローバルに）最大限利用するために、企業はその無形資産（ノウハウ）を活かして国内生産した商品を輸出するか、もしくはその無形資産を海外企業にライセンス供与してロイヤリティを得るか、さらに多くの収益を期待して海外子会社を設立し、現地での生産・販売を行うことになる。

A国からB国への海外直接投資を例にしてこの理論を考えてみよう。まず、A国企業が所有権を持つ無形資産が、B国市場で他の企業よりも優位にあるとする。そしてその優位性をB国の企業に与える（ライセンス供与）よりも、自ら利用したほうが多くの利益を得られると判断する。さらに、A国内でその優位性を保持するよりも、B国で直接利用する方がより多くの利益が得られると考えるようになる。この時点でA国企業は、海外直接投資に踏み切るかどうかの意思決定のために様々な選択要因を考えることになる。例えば、関税や貿易にかかるコストはどれくらいか、ライセンス供与先のグローバルな配置転換によって見込まれる増収はどの程度か、海外子会社設立のためのコストはどれくらいか、そして海外直接投資に税がどのように関わってくるのか、などである。

ここで貿易か直接投資かの選択における、条件の違いについて確認しておく。まず国における貿易政策と課税政策の重要な違いであるが、貿易政策は国境を明確な基準とし企業の居住地については問わないのに対し、課税政策は企業の居住地を重要な基準として扱う。例えば、一般的な関税は外国籍企業の生産物であろうが、自国籍企業の海外での生産物であろうが、すべての輸入財に公平に課せられる。したがってどちらの生産物であっても、輸入された場合には関税の付加によって通常は国内の生産物よりも高い価格付けがされてしまうために、国内の生産物は輸入品に対して相対的に優遇されることになる。このため、関税や数量規制、ダンピング規制などを手段とする貿易政策は一般的に国境での保護主義と考えられる。

貿易理論では古くから自由貿易によるメリットと保護貿易にかかるコストに関して議論されてきた。理論的には自由貿易主義によると、消費者や生産者は関税などが付加されない世界共通価格で取引を行うことができるために、貿易による利益や国民所得を最大化することができ

る。したがって、もし全世界的に自由貿易主義を制度化することができれば世界所得を最大化できることになるが、現実には地域限定的な自由貿易政策にとどまっており、これを世界的に制度化することは実際には問題も多く不可能に近い。

一方、法人所得税はその性格上、企業の居住地によって格差を付けることができるので、関税とは違った保護主義³⁾の側面を持つ。例えば、もしすべての国が自国内での企業活動によって生み出された所得に対して無差別に一律の法人所得税を課せば、親会社の居住地がどこであってもまた世界各国の税率がいかに多様的であっても、同じ国で企業活動を営んで同じ成果を得た2つの企業はまったく同額の税金を支払うことになる。反対に、外国籍企業に対しては低い税率を適用することで、海外からの投資を促進する政策をとる国もある。この投資インセンティブを利用して、自国への投資を積極的に誘引しようとする典型的な低税率国の例がタックス・ヘイブンである。タックス・ヘイブンと呼ばれる国々では租税回避を前提として多国籍企業を誘致しており、最近特に増大している電子商取引や金融取引の過程において、実際に多くの多国籍企業が税率の高い地域での所得にかかる租税を回避するためにタックス・ヘイブンを利用していると考えられる。

また、関税政策と課税政策のもう1つの重要な違いは、関税の課税ベースが取引価値であるのに対し、所得税の課税ベースは所得の計算結果である。通常は、関税の課税ベースである取引価値はわかりやすいが、所得税の課税ベースとなる所得の概念を明確にすることは容易ではない。その理由として、所得計算に至るまでの損益計算が複雑であることは言うまでもないが、その結果として得られた利益に対してさらに複雑な税法や特別措置による利益と所得の調整計算という手順を踏む必要があるためである。さらにこれを一国内で得られた所得の計算から、海外を含めた全世界所得の計算に観点を移すとさらに複雑なものとなるし、多国籍企業が合算した全世界所得の課税配分をどのようにみなすのかということはさらに難しいことである。

1-3 国際課税原則と二重課税問題

海外直接投資に関わる課税原則として、源泉地主義と居住地主義という2つの対立する考え方がある。源泉地主義は、国内で生まれたすべての所得に対して国籍にかかわらず課税しようとするものであり、それに対して居住地主義は、自国籍者のすべての世界所得に対して課税するのである。

まずこの2つの原則について、効率性と公平性の基準³⁾から比較検討してみよう（図表3参照）。効率性の基準は、国際間の資本移動に対して課税が資源配分に歪を与えないことを要求する基準である。具体的に言えば資本輸出国にとっては投資先国の選択に際して税制が影響を与えないこと（つまり資本輸出の中立性）を求め、資本輸入国にとっては国内資本と外国資本の配分に税制が影響を与えないこと（つまり資本輸入の中立性）を求める。国際的な税率格差によって資本移動に歪みを与える可能性があるため、多くの財政学者にとって資本輸入の中立性は支持しにくい概念と取られがちである。しかし資本輸入の中立性に従うと、同一の国で事業を行っている企業や事業主であれば、どこに居住地を置いていてもまったく同じ税制が適用される。そのため企業や事業主からみると公平で単純な仕組みであり、容易に受け入れられや

図表3 源泉地主義と居住地主義の比較

基準	要求内容	源泉地主義	居住地主義
効率性の基準	資本輸入の中立性	○	×
	資本輸出の中立性	×	○
公平性の基準	国内的公平	×	○
	国際的公平	○	×

(注) ○は適合することを, ×は適合しないことを示す.

すい考え方である.

居住地主義のもとでは海外子会社を含むすべての世界所得に対して等しく課税されることになるので, 投資先国の選択に税率の影響はないため資本輸出の中立性は満たされる. しかし同一国内でまったく同じ事業を行っていても, 世界各国の税率がバラバラで, 自国資本と外国資本とで課税が異なる場合, 居住地主義のもとでは資本輸入の中立性は成立しない. 他方, 反対に源泉地主義のもとでは, 資本輸入の中立性は満たされるが資本輸出の中立性は成立しない. 2つの課税原則はいずれもどちらかの中立性を満たし得ないのである.

次に公平性の基準については, 国内的公平と国際的公平の二つの視点がある. 国内的公平は, 国内居住者が国内に投資した場合でも海外に投資した場合でも公平な取り扱いを求めることであるが, この面では明らかに居住地主義のほうが優れている. 国際的公平は, 異なる国での居住者間の公平, つまり自国に進出してきた海外企業と国内企業が課税上平等に扱われなければならないということであり, この面では源泉地主義が投資家や企業の居住地にかかわらず, 自国で発生した所得に対して等しく課税するために優れているのである.

次の問題は, 海外で得た所得に対して二つの国から課税されることによって生じる二重課税の問題である. 海外直接投資の成果として海外子会社が得た所得に対して, 源泉地主義による課税と親会社の母国における居住地主義による課税という重複・競合問題が以前から指摘されてきた. これに対して, 一般的には二重課税を調整する手段として外国税額控除制度を採用しているケースが多い. つまり親会社が海外子会社の所得を含む全世界所得に対して母国で課税される場合には, 海外子会社の所得に対して外国で納付した税額を母国の税額から控除できるというシステムである. これによって, 投資先国と母国での二重課税は回避されることになる.

投資先国の税率が本国の税率より低い場合であっても, 親会社は結局母国の高い税率によって全世界所得に課税されることから, ただ単に母国の税率より低いという理由でその国へ投資することの明白なインセンティブは生じない. しかし逆に, 母国よりも税率の高い国へ投資した場合の所得には母国の税率を超えて投資先国で課税されるわけであり, その超過分については母国の税額から控除されないために, 当然ながら高税率国への投資に対しては負のインセンティブが働くことになる.

これを日本国内の外国税額控除制度について議論を進めると、さらにいくつかの問題点がみられる。日本での外国税額控除制度が導入された当時、控除限度額は国別に計算されて、実際に支払った外国税額と控除限度額のいずれか少ない金額が税額控除の対象となっていた。しかし1962年および1966年の改正により、国外の所得をすべて合算して控除限度額を計算する「一括限度額方式」が採用された。この方式によると、国別の計算であれば控除しきれない日本より実効税率の高い国での「限度超過額」を、日本より実効税率の低い国の「控除余裕額」と相殺することが可能となり、負担税額が減少する。

また、控除対象の外国税額が控除限度額よりも少ない場合に、「控除余裕額」を3年間繰り越すことが認められており、3年以内に「限度超過額」を超える税額を支払った場合には、先の「控除余裕額」と相殺することが可能となる。逆に「限度超過額」が発生した場合でも、3年間の繰り越しが認められている。このため、水平的・垂直的な控除額の流用⁴⁾が可能となっている。

I-4 国際課税制度の見通し

各国の課税制度はそれぞれの社会的・経済的・文化的諸条件を背景に、独自の風土や歴史を反映して発達してきたものであることから、領土主権に基づく課税権は他国からの干渉を排除されるべきものとされてきた。したがって、所得の源泉地国に課税権を認める原則は、自然の帰結として源泉地における課税を導く⁵⁾と考えられてきた。しかし源泉地主義課税によって、これまでみてきたような国際課税上の問題点が解決し、さらにその特長ともいえる各国の文化的・経済的背景を考慮した仕組みが構築できるかについての疑問は残る。

源泉地主義であれ居住地主義であれ、いずれのシステムによっても形式的には二重課税を排除できる。ただ源泉地主義は居住地主義に比較してしくみが単純で、運用・監視のコストも抑えられ、そのうえ居住地による保護主義を避けることが可能である。しかしその一方で、世界各国の税率を発散させ、自由貿易概念からは逸脱する可能性も高まる。後述する先行研究や本稿の実証結果からも裏付けられるが、例えば投資受け入れ国が低い実効税率を提供することで資本移転投資を誘引することができるようになるので、このような優遇税制政策をとる国が増えると、国際的な投資配分に歪みが生じ、ひいては自由貿易にとっても有害となる。

ところが居住地主義をベースに全世界所得に課税するグローバルなシステムであれば、タックス・ヘイブン型の保護貿易主義に対する防御の役割を果たすことが可能となり、国際的な自由貿易制度にも適合しやすい。世界経済がさらに統合化され、財・サービスの貿易障壁が取り除かれれば、資本市場の中で効率的機能を持つ国際課税制度の役割が重要視されることは言うまでもない。そのために、一国内での努力だけではなく多国間で法人税率を調和させるような政策手段を求めて、移転所得とタックス・ヘイブンを目論む保護貿易主義へのインセンティブを引き下げることが必要である。世界的見地からこのような保護貿易主義による非合理的な所得の移転を制限し経済全体に与える損失を最小化するために、効率的な国際的投資活動が可能となるような枠組みの構築が求められる。

II 海外直接投資と税制の影響に関する主要な研究

II-1 Hartman [1984] の実証研究

税制が海外直接投資に与える影響、具体的には高い税率が海外からの資本投資に対して負のインセンティブを与え、反対に低い税率が海外からの資本投資を呼び込むのではないかという問題について、欧米を中心に古くから議論されてきた。特に1980年代に入って経済のグローバル化が進展し海外直接投資が急増したことを背景に、多くの研究者が資本コスト理論等に基づいた実証的な研究を積極的に進めたことで、さらに注目を集めることとなった。

とりわけ、それまでの一国内の税制との関連に留まる議論が中心であったものが、Hartman [1984] の研究によって、海外への投資に関する税制の影響についての一般的な分析が行われる契機となった。というのも Hartman [1984] の分析結果は、それまで支配的であった「外国税額控除によって海外からの投資に対する受入国の税制による影響はない」という共通の認識とは異なった内容であった。

一般的に、母国よりも税率の低い国で得た所得が母国へ送金された時に母国の税率で課税されるのであるが、このとき外国税額控除制度を採用している国では現地（受入国）で支払った税額が控除されることになる。つまり、現地および母国での二重課税は避けられるものの、結局母国の税率が課されるため低税率の国へ投資をして所得を得ても、母国で得た所得と同じだけ課税されるため、「海外からの投資に対する受入国の税率による影響はない」、というのがそれまでの中心的な考え方であった。

しかし Hartman は、海外からの投資によって設立された日の浅い海外子会社の例ではなく、すでに受入国で十分な利益をあげている“成熟した”海外子会社を例に、当該子会社が自己の利益を原資として再投資する場合には、「受入国の税率が投資に影響を与える」ということを証明したのである。海外からの直接投資に対する国内税制の影響についての Hartman の理論的基礎は、以下に示すとおりである。

投資活動の“成熟した”段階にある企業では、限界的な投資は留保所得から行われ、“未成熟企業”の投資よりも低い資本コストしかかからない。例えば、在アメリカ子会社が税引後の利益1ドル（アメリカの税率 t の課税後）を持っており、それを再投資するか母国親会社へ送金するか選べると仮定する。もし再投資すれば1ドルと1期分の投資収益が期末にホーム国へ送られることになる。

もし子会社が直ちにホーム国へ送金すれば、親会社は1ドルを受け取り、海外の税額控除後の金額にホーム国の税金（ t_h ）がかかるために、自由になるのは $\frac{(1-t_h)}{(1-t)}$ ドルとなる。これをこの期間に全額投資（ホーム国の投資収益率 r_{hn} ）すれば親会社は $\frac{(1-t_h)}{(1-t)}(1+r_{hn})$ を得る。

一方で、在アメリカ子会社が自身の運営で1ドルすべてを再投資（粗収益率 r ）できるなら、期末には $[1+r(1-t)]$ の分配が親会社に対して可能である。親会社は分配金を受け取ったことで、最初に得た1ドルとその期間に得た利益に対してホーム国の税金を支払わなければならな

いが、アメリカで支払った税額控除の申請ができるので、親会社の受取額は

$$\frac{(1-t_h)}{(1-t)}[1+r(1-t)] \text{ である.}$$

これらの2つの意思決定を比較すると、もし $r(1-t)$ が r_{hn} よりも大きければ子会社は利益をホーム国へ送金するよりもアメリカで再投資するほうが合理的だといえる。これは、ホーム国における課税の繰延べと海外税額控除という制度によって、ホーム国の課税後の留保所得がアメリカの課税後の所得に等しくなるところまで、多国籍企業に対してアメリカでの投資が誘発されるということである。したがって、ホーム国の繰延べ・税額控除タイプの税制は海外からアメリカへの投資に対して“資本輸入の中立性”を提供するということであり、海外で支払った税額がホーム国の課税計算から控除されることで“資本輸出の中立性”をもたらすという先行研究やそれまでの永年にわたる議論とは、直接的に衝突する立場にあった。

Hartman は重回帰分析の結果から、海外投資に対する税の影響が、①留保所得の再投資によって起こるもの、②資本の移転によって起こるもの、の両方に対してきわめて強いということを示した。したがって、外国籍者に対して国や州の法人所得税を引き下げるというアメリカでの租税政策の変更は海外からの直接投資額を強く押し上げる、と結論付けた。

II-2 Hartman [1984] 以降の実証研究

海外直接投資と税制の関連性についての研究は、その後もアメリカを中心に行われてきた。Boskin and Gale [1987] は、Hartman の研究を追試するために、実効税率の測定値とデータの測定期間を変更して推計を行った。その結果、1965年以降アメリカ国内への海外からの直接投資は税率の差によく反応しており、1965年から1984年の税率の変更による投資の弾性値は Hartman の結果と類似したものであった。

Young [1988] は、Hartman のモデルをさらに拡張し、従属変数に一期ラグとGNPを用いて推計を行った。その結果、アメリカ国内への海外からの資本移転投資に対する税制の影響が弱まっていることを示した。さらに、Hartman のモデルが海外直接投資を検証するのにもっとも適しているというよりも、特にそれが海外の親会社から資本移転を受けた直接投資フローについて顕著であることを示唆した。

Slemrod [1990] は、母国税制の違いによってアメリカ国内への直接投資に影響があるのかどうかを検証するために、アメリカへの直接投資を行う企業が属する国によって、2つのカテゴリーに分類した。①は、アメリカでの所得に対して母国税制がほとんど課税しない国で、その国の投資者にとってアメリカの法人所得税は事業を営むためのコストという認識が強い。②は、外国税額控除を認める国で、その国の企業はアメリカの法人所得税を事業コストと認識しているものの、自国の海外税額控除によって補償されるという認識も多少持ち合わせている。Slemrod は、外国税額控除を認めている国と認めていない国の間で、留保所得による投資について影響の相違を見つけることはできなかったが、新規の資本移転による直接投資についてアメリカの税金が高い場合には抑制される、ということを示した。

図表4 税制と直接投資に関する主要な実証研究

	Hartman [1984]	Boskin & Gale[1987]	Young[1988]	Slemrod[1990]	Hines[1996]	日高・前田 [1994]	福重・前川 [2000]
分析期間	1965-1979	1956-1984	1953-1984	1962-1987	1987	1960-1984	1985-1996
期待モデル	時系列重回帰モデル	時系列重回帰モデル	時系列重回帰モデル	時系列重回帰モデル	クロスセクション重回帰モデル	時系列重回帰モデル	時系列重回帰モデル (GMM)
被説明変数	海外からアメリカへの直接投資総額/米GNP	海外からアメリカへの直接投資総額/米GNP	海外からアメリカへの直接投資総額	海外からアメリカへの国別の直接投資総額/米GNP	海外からアメリカ国内の各州に対する直接投資額シェア・PPE(manufacturing property, plant, equipment)	海外からアメリカへの国別の直接投資総額/米GNP	SNAの対外・対内直接投資率
説明変数	・米国への直接投資の税引前収益率・米国内全般の税引前収益率・法人の資本所得税率・海外居住者の米での資本所得実効税率	Hartman[1984]と同様	Hartman[1984]の収益率変数を改良	・米実効税率の3期ラグ・ホーム国の税率の3期ラグ・米とのGDP比率・米失業率・為替レート・法定税率差	・米州税率・国別産業別投資比率	アメリカでの先行研究の追試	・日実効税率・コールレート・為替レート・GDP成長率・企業所得成長率
主要な分析結果	・直接投資額は、新規移転と内部留保の両方で税率の影響を受ける。	・Hartman[1984]の追試を行い、概ね予測に沿った内容であったが、結果は推計期間やデータの選択によって左右される。	・留保所得による投資額は税引後収益率に影響を受け、弾性値は1.7を示した。	・直接投資額は税額控除を認める国と税額を免除する国の両方で、新規移転・留保所得の再投資に対して影響を与える。	・外国税額控除と免除の両方のケースを合わせて、州の税率が1%上昇すると投資額が10%減少する。	・日本からアメリカへの直接投資は日米それぞれの税率の影響を受ける。	・直接投資額は税率/コールレート/為替レートに影響を受け、日本の税率が1%上昇すると海外への直接投資額を0.8%押し上げる。

Hines [1996] は、海外からの投資者がアメリカ国内のどの州に投資を配分するのかという選択に、アメリカの州税がどのような影響を与えるのか、を検証した。結果を1987年の製造業の投資合計でみると、外国税額控除と免除の制度を持つ国からの投資は、州の税率が1%上昇すれば投資額が10%減少し、同じく企業吸収合併の3%が減少するというものであった。

国内研究について概観すると、田近・油井 [1992] ⁶⁾の研究では、親会社の国内投資と子会社の海外における投資（直接投資）の資本コストを、親会社の株価最大化行動から導出している。結果として、直接投資の資本コストが投資国の税率に影響されるのは、親会社が内部留保もしくは新株発行によって投資資金を調達しそれを子会社に移転する場合に限られる、と結論付けている。

それに対し日高・前田 [1994] は、内部留保による再投資を除いて、移転による直接投資のみの推計を行い、アメリカでの先行研究の結果と日本のデータによる結果とを比較している。さらにその手法の応用や理論モデルに近い独自の方法による推計も試みている。日本の直接投資のデータを被説明変数にした重回帰モデルによる推計を行っているが、その結果については、本稿による最近のデータを利用した実証分析と併せて検討したい。

福重・前川 [2000] ⁷⁾では、海外直接投資（対外）と対内直接投資それぞれの総額の投資率を被説明変数として線形の回帰式を推計している。推計結果から実効税率、コール・レート、および為替レートの係数が有意であり、実効税率が1%上昇すると海外直接投資率を0.8%押し

上げ、コール・レートが1%上昇すると投資率を0.9%押し上げる。また、為替レートについても1%の円安が投資率を0.3%低下させるという結果が示されている。

Ⅲ 日本のデータによる海外直接投資の推計

Ⅲ-1 推計の内容と結果

ここでは、Slemrod [1990] およびそれに基づく日高・前田 [1994] の分析手法を踏襲し、サンプル・データの測定期間を1980年代から1990年代に更新して推計を試みることにする。

この期間は、先行研究が行われた70年代から80年代前半の安定成長期と異なり、海外直接投資が非常に激しい変化を伴いながら飛躍的な拡大を遂げた重要な時期であるといえる。したがって、先行研究の結果と比較的新しい時期の日本データの解析結果とを比較することで、80年代以降の直接投資額の増大にともなって実効税率が投資額に与える影響に変化が見られるのかどうかを検証することができる。

Hartman 以降の多くの研究がアメリカ向けの海外直接投資総額を被説明変数としたものであったのに対し、Slemrod [1990] の研究は、国別の対アメリカ直接投資額を被説明変数とし、税率や収益率などの説明変数についても従来の分析で用いられてきたアメリカ国内のデータだけでなく、各国別のデータをも取り込んだモデル式となっている。さらに7ヵ国のサンプル・データの中で、「アメリカでの源泉地税に対して税額控除を認める国のグループ」の中に日本も含まれているために、本稿での実証分析の重要なガイダンスとなるとともに、結果に対してのベンチマークの役割をも果たしてくれる。さらに、日高・前田[1994]による追試結果が示されていることも、実証結果を考察する上で有力な手掛かりとなる。

TEST-1

ここではまず、Slemrod の推計式 (3.1) を利用して比較的新しいデータ⁹⁾による追試を行い、日高・前田 [1994] の結果とも併せて考察する。

(3.1) 式では、被説明変数は国別の直接投資額をアメリカの GNP で除したものであるが、次の推計式 (3.2) の前段階として、説明変数は各国のデータを用いずにアメリカのデータのみを利用している。

$$\frac{I}{Y} = a_0 + a_1\tau + a_2\tau(-1) + a_3\tau(-2) + a_4RGDP + a_5USUNEMP + a_6REXC \quad (3.1)$$

$$\left[\begin{array}{ll} I: \text{投資国からアメリカへの直接投資額} & Y: \text{アメリカの GNP} \\ \tau: \text{アメリカの実効税率} & (-1), (-2) \text{ はそれぞれ 1 年ラグ, 2 年ラグを示す} \\ RGDP: \text{投資国の GDP に対するアメリカの GDP 比率} & \\ USUNEMP: \text{アメリカの失業率} & REXC: \text{実質為替レート} \end{array} \right]$$

図表 5 TEST-1の推計結果

モデル	Slemrod			日高・前田		推計1
推計方法	OLS (線型)	OLS (線型)	OLS (線型)	OLS (線型)	OLS (対数型)	OLS (線型)
推計期間	1960-87	1960-87	1960-87	1960-84	1960-84	1981-94
被説明変数	Total Transfer	Japan RE	Japan Transfer	Japan Transfer	Japan Transfer	Japan Transfer
Constant	14.18 (1.50)	-.52 (-.61)	3.70 (3.50)	4.18 (1.12)	16.98 (3.89)	25.94 (.93)
説明変数						
τ	-8.51 (-1.20)	-.23 (-.55)	-1.59 (-1.36)	.001 (.05)	-.60 (-1.28)	.41 (.11)
$\tau(-1)$	4.48 (.55)	-.239 (-.55)	.63 (.47)	-.01 (-.94)	.04 (.07)	-8.38 (-2.09)
$\tau(-2)$	-10.94 (-1.79)	.132 (.40)	-1.47 (-1.43)	-4.11 (-.68)	-.42 (-1.00)	5.48 (1.93)
RGDP	-1.91 (-.29)	1.76 (2.27)	-4.90 (-2.03)	-5.94 (-.76)	2.26 (2.86)	1.22 (.79)
USUNEMP	25.19 (.64)	-2.18 (-1.01)	5.80 (.87)	.10 (1.51)	-.12 (-.20)	-2.51 (-4.01)
REXC	-4.72 (-1.47)	.001 (1.67)	-.0048 (-2.56)	-.115 (-1.97)	-1.53 (-2.62)	-2.55 (-1.34)
DRIFT	.01 (.13)	.01 (-1.08)	.01 (.69)			.29 (.87)
$\tau+\tau(-1)+\tau(-2)$	-14.97	-.336	-2.43	-4.12	-.98	-2.49
Adjusted R-Squared	.70	.24	.70	.67	.88	.85
D-W Statistics	1.24	1.26	1.76	.97	2.38	1.46

(カッコ内の数値はt値を表示)

<注>推計1について

- 1) 被説明変数の直接投資額は財務省「財政金融統計月報」および「国際金融局年報」の各年度版による届出額を利用し、米 GNP (IFS データ) で除した。
- 2) τ (米実効税率) は跡田 (2000) p.22表1-8より米実効税率を利用した。
- 3) RGDP は IFS (2000) のデータより (米 GDP/GDP デフレーター) / (日本の GDP/GDP デフレーター) を計算した。
- 4) USUNEMP (米失業率) は IFS (2000) の失業率データを利用。
- 5) REXC は IFS (2000) の (期中平均為替レート/GDP デフレーター) として計算した。
- 6) 解析ツールは TSP V4.5 (TSP INTERNATIONAL 社) を利用した。

(3.1) 式の説明変数に関して、まず第2項から第4項の τ はアメリカの実効税率を指し、投資意思決定に対して影響を与える税率変更の時間的ずれを考慮して3年間のラグをとっている。これまでの議論から、「アメリカの実効税率が上昇すると海外からの直接投資額は減少する」と考えられるために、 a_1 から a_3 の係数は負と予想される。

次に第5項の $RGDP$ は投資国のGDPに対するアメリカのGDP比率であるが、Slemrodはこの変数の役割を購買力平価の代理変数と位置づけている。購買力平価(PPP: purchasing power parity)はそれまで「理論的為替レート」と呼ばれていたものを、Casselが1918年の論文で初めて「購買力平価」と名づけたものである。これは為替レートを異なる2国間の通貨の交換比率として、2つの通貨の持つ購買力が等しくなるように為替レートが決定されるという考え方に基づいており、つまり国際的な「一物一価の法則」である。また、一般的に購買力をあらわす変数として、貿易財価格や各種の物価指数、GDPデフレーター、コスト(単位要素費用、単位労働費用、生計費)等が用いられることが多い。したがって $RGDP$ は投資額の規模の理論的な比率を示すことから、アメリカのGDPが相対的に大きくなると海外からの投資額は小さくなると考えられるため、係数 a_4 も負と予想される。

第6項の $USUNEMP$ はアメリカの失業率であり、アメリカ国内の景気の状態を示すものである。不況期にはアメリカ国内の物価下落や賃金の下降が予測され、国際的な観点からみると海外からの直接投資のアメリカ国内における実質的な価値が上昇すると考えられる。したがって、この変数は海外からの直接投資の潜在的なビジネス・ポテンシャルを表しており、係数 a_5 は正と予想される。

最後に $REXC$ は実質為替レートであり、ドル安になる(変数の値が下降する)と海外からの直接投資の実質価値が上昇すると考えられるので、係数 a_6 は負と予想される。しかし(3.1)式ではすでに購買力平価の代理変数として $RGDP$ を用いており、為替レートに関わる2つの説明変数を取り込んだ式となる。両変数の違いとして、購買力平価は貿易財以外の要因や各国による産業構成の違い等によって、実際には為替レートとの乖離がみられること、さらに経常収支の均衡が大きく崩れてきた80年代以降はその違いも大きくなっていること、が挙げられる。したがって、理論的な財の交換比率と、実際の為替レートの違いをこれらの2変数で説明しようとしている。

図表5に6本の重回帰式の解を示している。まず第1列から第3列までがSlemrodの推計結果であり、第1列はサンプルとした7ヵ国すべて(カナダ・フランス・西ドイツ・オランダ・日本・イギリス・イタリア)からの資本移転総額を被説明変数としたモデル式、第2列がアメリカ国内にすでに存在する日本の海外子会社が、自己の留保所得を原資としてアメリカ国内で行った再投資額を被説明変数としたモデル、第3列が日本からの新たな資本移転を目的関数としたモデルである。さらに第4列は日高・前田による日本からの資本移転を線形で推計したもので、第5列が同じく対数型によるもの。第6列は筆者らが今回新たなデータを用いて推計した線型による結果(以降、推計1と呼ぶ)で、推計期間を1981年から94年に更新した重回帰モデルである。

Slemrod の理論から導かれる仮説は6つあるが、まず次の2つについて検討しよう。

仮説1：アメリカでの所得に対して課税しない国からの直接投資額は、少なくとも海外税額控除を認める国（日本を含む）と同等か、それ以上にアメリカの税率に反応する、

仮説2：子会社によるアメリカでの留保所得による再投資よりも、親会社からの移転による新規投資のほうが税率に反応する、

図表3の Slemrod による分析結果をみると、第1列（Total Transfer）のすべての国からの資本移転による投資額は、第3列（Japan Transfer）の日本からの新規投資額のモデルと比較して、明らかにアメリカの実効税率に強く反応している。これを3年間のアメリカの税率にかかる係数の合計値でみると、第1列が-14.97、第3列が-2.43で影響度に大きな差異があることを示している。ただ全体的に t 値が低く各変数の有意性もそれほど高いとはいえないが、1年ラグを除いて係数の符号も理論と一致しており、この2つの結果からみると Slemrod の仮説1と整合的な傾向を示している。第2列目（Japan RE）に示した、日本の海外子会社の留保所得による再投資額を被説明変数とした推計は、 t 値・決定係数・DW（ダービン・ワトソン）値ともに低いため推計結果の比較が困難で、これら日本のデータだけで仮説2の適合性を判断することはできない。

次に第6列に示した推計1（筆者らのモデル）の特徴は、Slemrod や日高・前田モデルに対してデータの期間を更新していること、また、推計1ではバブル期直後の海外直接投資額の落ち込みを考慮して、1992年のみに適用されるダミー（DRIFT）を説明変数として加えている。理由は、先行研究の推計期間の投資額が比較的安定して増加していたのに対し、バブル期直後の海外直接投資額の落ち込みが大きくそれが推計式全体に強く影響し、結果として各説明変数の有意性の確保が難しいからである。したがって、今回扱った期間の海外直接投資額の推計に関しては、採用した変数以外の他の要因も影響している可能性を否定できない。

推計1の結果をみると、資本移転によるアメリカへの直接投資額は1年ラグの税率の変化に一番大きく反応している（-8.38）。2年ラグの税率に対しては逆の反応（5.48）が出ているとはいえ3年間の税率の係数合計数値は-2.49と負になっているので、税率に関しては理論整合的な傾向を示していると言える。第5変数（USUNEMP）であるアメリカの失業率にかかる係数は、 t 値から有意ではあるものの符号条件が合致していない。この係数に関しては、Slemrod の推計でも他の6カ国の内で4カ国の結果が負となっていることから、符号条件の整合しないケースも多い。このことから現在の日本のように、経済がマイナス成長を示して失業率が高く、物価や賃金の下落が続いているからといって、直接的な外資による日本進出が進むとは限らないということになる。

TEST-1で取り上げた6本の予測モデルを総合的にみると、税率に関する変数についてはおおむね負の係数が示されておりほぼ理論整合的であると言えるが、全体的に t 値が低く有意性の低い結果となっている。また、決定係数や $D \cdot W$ 値についても必ずしも良好な水準を得られているとはいえないが、これらの理由と統計手法での対応については次の TEST-2でとりあげる。

TEST-2

Slemrod によれば、アメリカ（ホスト国）への直接投資の増減に影響を与える自国（ホーム国）の課税の影響ルートは2つある。

1つは、海外直接投資に対してホーム国の「税引後収益率」が与える影響である。つまり同じ収益率を得られる投資であっても、ホーム国の税率が高ければ国内投資に対する税引後収益率はその分だけ低くなるため、ホーム国の税率の上昇は直接投資を増加させるインセンティブを持つと予想される。

2つ目のルートは、海外所得に対する税額控除を認めている国のみに関わる問題であるが、投資資金の所在国次第で影響が異なる。海外所得に対してホーム国の税率が適用されるのは、あくまで海外所得がホーム国へ送金された場合である。Hartman が指摘したように、ホスト国での再投資に関しては、ホスト国の税率のみが適用されホーム国からは課税されない。したがって、すでにホスト国で十分な収益を計上している子会社は、ホーム国への所得移転ではなく、留保所得による現地での投資を選択するインセンティブを持つ。

Slemrod は前述した2つの仮説に続いて、次の4つの仮説を置いた。

仮説3：海外所得に対して税額免除が適用される国の投資は、ホーム国の課税に対して正の反応が予想される。

仮説4：海外所得に対して税額控除が認められる国からの新規資本移転による投資は、ホーム国の税率に対して若干の正の反応が予想されるが、マイナスの反応もあり得る。

仮説5：海外所得に対して税額控除が認められる国の留保所得による投資は、ホーム国の税率に影響を受けないかもしくは、正の反応が予想される。

また、多国籍企業は支払利息による税額控除を最大限利用することを目的として、法定税率の高い国で借入れを行うインセンティブを持っている。これによって、資本移転とホスト国・ホーム国の税率差に負の関係が生じることになる。さらに多国籍企業は税率の高い国の所得を小さく見せるために、移転価格を低く設定するというインセンティブを持つ。これらの影響から Slemrod はさらに次の仮説を置いた。

仮説6：留保所得による再投資と資本移転による投資の両方のケースでホスト国とホーム国の法定税率差は直接投資額と負の関係が予想される。ただし海外所得の税額免除の認められている国の方がその影響は強い。

このような理論に従って、モデル化すれば次式 (3.2) のように表される。

$$\frac{I}{Y} = a_0 + a_1\tau_{u.s.} + a_2\tau_{u.s.}(-1) + a_3\tau_{u.s.}(-2) + a_4\tau_j + a_5\tau_j(-1) + a_6\tau_j(-2) \\ + a_7DIFSTAT + a_8RGDP + a_9USUNEMP + a_{10}REXC \quad (3.2)$$

I ：投資国からアメリカへの直接投資額 Y ：アメリカの GNP
 $\tau_{u.s.}$ ：アメリカの実効税率 τ_j ：投資国の実効税率 (-1) , (-2)
 はそれぞれ1年ラグ, 2年ラグを示す

DIFSTAT : 投資国とアメリカの制度上の法人税率差

RGDP : 投資国の GDP に対するアメリカの GDP 比率

USUNEMP : アメリカの失業率 *REXC* : 実質為替レート

(3.1) 式と比較して新たに追加されている説明変数は投資国（ホーム国）の実効税率とその1年ラグ・2年ラグ，そして投資国とアメリカの制度上の法人税率差の4変数である。

理論から，投資国の実効税率はアメリカの税率と直接投資額に関して逆の効果が予測されるので，「投資国の税率が上昇することで直接投資額も上昇する」と考えられることから，正の係数が期待される。

次に，投資国とアメリカの制度上の法人税率差については，Slemrod の理論からは負の係数が予想される。ただし，ここでデータ収集の制約上注意が必要なのは，今回被説明変数として用いる日本の海外直接投資データは財務省への届出データであり，海外での借入れによる負の直接投資額を含まないグロス数値である。このため Slemrod の税率格差変数に関する理論的な符号予測は，必ずしも今回新たに日本のデータを利用してわれわれが行った結果とは一致しない可能性がある。

図表 6 TEST-2の推計結果

モデル	Slemrod		日高・前田		推計2-①	2-②	2-③
推計方法	OLS (線型)	OLS (線型)	OLS (線型)	OLS (対数型)	OLS (線型)	ア-モン・ラグ (対数型)	OLS (線型)
推計期間	1972-87	1972-87	1972-84	1972-84	1982-94	1982-94	1984-98
被説明変数	RE	Transfer	Transfer	Transfer	Transfer	Transfer	Transfer
Constant	-3.06 (-1.28)	9.37 (1.37)	-14.20 (-.88)	-76.06 (-6.84)	54.12 (1.80)	6.74 (.93)	-67.72 (-7.08)
説明変数							
$\tau_{u.s.}$	.24 (.15)	.67 (.15)	.46 (.99)	1.42 (9.03)	-.83 (-2.06)	-1.78 (-1.04)	-.11 (-2.06)
$\tau_{u.s.-1}$	-.14 (-.14)	-.24 (-.09)	.84 (.86)	4.90 (7.51)	-2.71 (-2.24)	-8.16 (-3.56)	-.14 (-2.34)
$\tau_{u.s.-2}$	.79 (.72)	-.05 (-.02)	-.07 (-.81)	-5.82 (-7.33)	-.18 (-.90)	1.31 (1.01)	-.20 (-3.71)
τ_j	-6.17 (-.72)	16.6 (.67)	-6.85 (-10.18)	-7.26 (-10.81)	1.87 (1.67)	.35 (.10)	.55 (4.08)
τ_{j-1}	7.09 (.88)	-17.2 (-.75)	15.37 (.99)	11.35 (9.15)	-1.60 (-1.60)	.53 (.15)	.78 (1.90)
τ_{j-2}	4.73 (.73)	16.1 (.87)	8.47 (.95)	6.44 (8.75)	1.31 (2.46)	7.80 (3.82)	.48 (1.77)
DIFSTAT	.419 (.16)	5.41 (.73)	-.06 (-.69)	-5.43 (-4.72)	.64 (2.33)	1.54 (1.84)	
RGDP	6.03 (.57)	-32.1 (-1.07)	-42.64 (-.81)	-8.28 (-6.58)	3.77 (1.47)		-.95 (-.96)
USUNEMP	-13.3 (-1.34)	26.7 (.94)	.75 (1.25)	2.01 (14.82)	1.25 (2.05)		-.45 (-2.91)
REXC	.01 (1.10)	-.01 (-2.20)	.03 (.78)	10.14 (6.40)	-.11 (-1.80)	-1.84 (-5.80)	.018 (1.03)
DRIFT	-.02 (-.94)				-2.53 (-2.47)		
$\tau_{u.s.} + \tau_{u.s.-1} + \tau_{u.s.-2}$	.89	-.38	1.23	0.5	-3.72	-8.63	-.45
$\tau_j + \tau_{j-1} + \tau_{j-2}$	5.65	15.5	16.99	10.53	1.58	8.69	1.81
Adjusted R-Squared	.15	.51	.73	.99	.99	.97	.93
D-W Statistics	1.10	1.76	2.45	3.28	2.43	2.81	2.09

(カッコ内の数値はt値を表示)

<注>推計 2 について

- 1) τ (日米の実効税率) について, 実証(2)の推計期間1972-84年では Slemrod, 日高・前田と同様に Auerbach and Hines (1988) Table1より米実効税率を, Tajika and Yui (1988) Table3より日本の実効税率を, DIFSTAT (法定税率の差) では田近・油井 (1989) 法定税率の表 2 を利用しており, その他の推計では跡田 (2000) p.22表1-8より日米実効税率を, 法定税率には財務省型税率を利用した.
- 2) その他の変数は推計 1 と同様.
- 3) 解析ツールは TSP V4.5 (TSP INTERNATIONAL 社) を利用した.

図表6の第5列以降が筆者らの行った推計モデルである。推計2-①は、測定期間を1982年から94年までのバブル期に近づけたうえで Slemrod と同様の線型による推計。推計2-②は、2つの説明変数（RGDP, USUNEMP）を削除しアーモンラグを用いた対数型による推計⁹⁾。推計2-③は、測定期間をさらに1984年から1998年の現在時点まで更新し説明変数（DIFSTAT）1つを削除した線型による推計結果を示している。

まず、われわれの新たな3本の予測モデルの結果や先行研究を含めて全般にいえることは、サンプル数に比較して説明変数が多いために自由度が下がってしまうという欠点である。自由度が小さいことによる弊害としては推計自体が不安定になることや、日高・前田の対数型（第4列）と推計2-①についてもみられるが決定係数が高くなってしまうことである。さらに3年間の実効税率ラグを説明変数に取り込んでいることから多重共線性の生じている可能性があり、多くの説明変数のt値が有意ではないことにも影響していると思われる。

このため推計2-②では、これらの回避策としてアーモンラグを推計手法に用い、かつ有意性の低い2つの説明変数を削除して分析を行った。アーモンラグを用いた推計では、有限多項式の形でラグ・パターンを想定し数期（今回は3年間）にわたるラグを加重平均の形で1つの変数にまとめられるため、説明変数の数を減らすことができる。つまり自由度の確保が可能になる。

次に具体的に上記3本の重回帰式の解をもとにして、日本企業によるアメリカへの直接投資額の増減に大きく影響する説明変数の特徴を要約しておこう。TEST-1と同様にバブル直後の影響を考慮し（1991～1992年の2年間に適用）ダミー変数を追加したのが推計2-①であるが、ここではアメリカの3年間の各税率の係数を合計した数値が-3.72と負の影響を強く受ける結果となっている。すなわちアメリカの実効税率が高くなれば、日本からのアメリカへの直接投資額が大きく減少することを意味する。特に1年ラグの変数に対して-2.71と反応も大きく、統計的にも有意（5%）である。また日本の3つの税率の係数を合計した数値は1.58で国内税率が高まれば資本逃避としてアメリカへの直接投資が増加することを含意し、理論と整合的である。

税率格差に関しては係数の値は小さいが正の反応を示している。アメリカおよび日本の実効税率の補足的意味を持つと考えられる。決定係数は0.99と高い数値を示しており、自由度が小さいことの影響を受けたものと懸念される。

推計2-②をみると、アメリカの実効税率の1年ラグに対してアメリカへの直接投資額が極めて強い負の反応（-8.16）を示しており、反対に日本の税率の2年ラグに対しては強い正の反応（7.80）を示している。それぞれを3年間の合計値でみると、アメリカの税率に対して-8.63、日本の税率に対して8.69と対極的で、どちらの税率に対しても理論と整合的に反応することを証明する結果である。さらに税率格差に関してここでも有意に正の反応を示している。

推計2-③では、さらにデータ期間を更新したうえで、1つの変数（DIFSTAT）を削減して推計を行った。結果は、3年間のアメリカの税率や日本の税率に対して理論と整合的で安定した反応を示している。

Ⅲ－２ 検証結果による考察

本稿では Slemrod [1990] の実証研究手法を参考に、最近の日本データを用いてアメリカへの直接投資額を目的関数とする 8～11コの説明変数からなる重回帰分析を行った。

Slemrod の仮説に従えば、海外所得に対して税額控除を認めている国（日本を含む）からの資本移転による投資は、投資受入国であるホスト国の税率よりも、ホーム国の税率にプラスの影響を強く受ける。逆に言えば、税額免除を認めている国からの資本移転による投資は、ホスト国の税率の変化にマイナスに反応する。今回行った推計では、ホーム国からの資本移転による投資のみを扱ったが、TEST-1および TEST-2を通して、直接投資額は日本とアメリカの税率変化に対してプラスとマイナスの両方に反応する結果が得られた。検証の成果として、直接投資額に対するホスト国とホーム国の税率の関連性についてのモデル式の理論整合的な説明力は確認できた。しかしホーム国の課税制度による分類からの特徴は十分検証できなかったが、これは Slemrod 自身も推計結果から明確な違いの存在を確認できなかった。その要因として、多国籍企業が税額控除を認めている国の課税の繰延べをうまく利用したり、洗練された財務戦略能力¹⁰を用いることで、結果的にホーム国の課税からの影響をあまり受けていない可能性を示唆している。

また個別に特徴的な説明変数を検討すると、Slemrod や日高・前田の推計結果と比較してわれわれの TEST-1および TEST-2では、アメリカの税率の 1 年ラグに対して正当に強い負の反応を示しているが、2 年ラグに対しては逆に正の反応を示すケースもある。また日本の税率に対しては特に 2 年ラグに対して正当に強い正の反応を示している。アメリカの税率の 1 年ラグに対する反応は、投資の意思決定と実際の投資実行時期のずれに要因があると考えられるが、日本の税率の 2 年ラグに対する反応の強さが、他の 2 つの税率よりも特に大きい理由については、現状では明解に説明できる材料が少ない。

また、既述の先行研究を含めて全般に言えることであるが、サンプル・データに対して説明変数が多くなる傾向が強いために自由度が制限されたり、さらに税率のラグを複数個利用していることから多重共線性の影響のおそれもあり、結果としていくつかの変数で t 値が十分に有意な水準が得られていない。そのため推計 2－②ではアーモン・ラグによる推計法を利用したり、説明変数を減らしたりといった回避策をとったが、今後、よりロバスト性を持った結果を得るためには、さらに推計手法やサンプル・データ、説明変数の精緻化などが課題である。

Ⅳ おわりに

海外直接投資額の増加や資本コスト理論の展開などに後押しされる形で関心の高まったこの研究分野は、Hartman [1984] の研究によって新たな展開を示すこととなった。その後はモデルの拡張や投資先を絞るなどの細かい分析によって、さらに進んだ解析結果が提示されていることの経緯と考察はⅡ章で確認した。Ⅲ章では、80年代から90年代半ばの変化の激しい期間のデータを利用して推計を行った。その結果、税率に関する影響についてはおおむね先行研究の理論に沿った追証結果が得られた。

もちろん直接投資のインセンティブとして考えられる要因はさまざまであり、投資先国の税率が与える影響はその中の重要な一つである。そのうえに、多国籍企業によって国際的な課税額を調整するようなファイナンス政策が増大すれば、実証分析における重回帰モデルの安定性確保が一層難しくなると考えられる。今回は推計手法や変数の削減によって対処したが、今後さらにモデルの精緻化を進めるためには独自の変数を加えたモデルの検討や、一国の集計値であるマクロデータではなく企業のミクロデータを用いた分析も検討の余地があろう。

また、最近の長期的な国内デフレ不況の下で、経済活性化手段の一つとして外資による国内への直接投資の需要も大きく、実際に対内投資額も大きく伸びている。さらに対外直接投資の中でも、ユーロ通貨の流通によって経済が活性化されているEU圏や、急速な経済発展の後に経済危機を経験したアジア圏など、アメリカ以外の地域への投資額も増加しており、地域的にも多様な分析が必要である。これらの点を考慮すると、今後は海外直接投資に与える税制の影響の評価にとどまらず、総合的な観点からの分析もさらに必要となる。

<注>

- 1) 海外直接投資の要因についての議論は、稲葉和夫 [1999]、高中公男 [2001] を参照。
- 2) Slemrod [1998] は貿易政策による保護主義を“border protectionism”，居住地主義に基づく法人所得税による保護主義を“ownership protectionism”と区別して説明している。
- 3) 国際課税原則における「効率性」及び「公平性」の観点からの比較検討は、石弘光・飯野靖四編 [1992] 5章「税制格差と海外直接投資」（油井雄二）に負っている。この議論は、他に貝塚啓明・石弘光・野口悠紀雄・本間正明編 [1990] 第2章「国際的二重課税と国際租税制度」（中尾武彦）などがある。
- 4) 戸谷裕之 [1995] において、「横への彼此流用問題」「縦への彼此流用問題」として詳しく説明されている。
- 5) 村上睦 [1997] に詳しい。
- 6) 本研究は1992年度の理論計量経済学会で共同報告（田近・油井 [1992] 「税制と資本コスト」 mimeo）した内容を基に、田近（1998）で新たに整理・発表しているが、本稿では後者に依拠して論述している。
- 7) 跡田（2000）第5章「直接投資と企業税制」 pp.103-120より。
- 8) 本推計（3.1式および3.2式）ではSlemrodや日高・前田が用いたデータ以外に、 τ として跡田（2000）のp.22表1-8「日米の税額控除調整後の税率」を、また米GNP・日米のGDP・米失業率・為替レート（期中平均値）としてIFS（IMF）のデータをそれぞれ利用している。
- 9) 多項式の次数を2，ラグを2年，制約条件をなしと置いた。
- 10) Hines and Rice（1994）ではタックス・ヘイブンを利用したアメリカでの課税回避の存在を実証的に示しているが、一方でそのような財務戦略が世界的経済情勢や税制の変更によってメリット・デメリットの両面を持つと述べている。

参考文献

- 跡田直澄 [2000]『企業税制改革 実証分析と対策提言』創文社.
- 石弘光・飯野靖四編 [1992]『現代財政のフロンティア』東洋経済新報社.
- 稲岡潔・中塚賢 [2000]「わが国主要企業のキャッシュ・フロー情報特性に関する実証研究」
『経営情報研究』（摂南大学）第8巻第1号.
- 稲葉和夫 [1999]『海外直接投資の経済学』創文社.
- 岩田一政・鈴木郁夫・吉田あつし [1987]「設備投資の資本コストと税制」『経済分析』第107号.
- 貝塚啓明・石弘光・野口悠紀雄・本間正明編 [1990]「グローバル化と財政」有斐閣.
- 高中公男 [2001]『海外直接投資論』頤草書房.
- 竹中平蔵・高林喜久生・塚越保祐・桑名康夫・吉田康 [1986]「資本コストの国際比較」
— 投資インセンティブに関するファクト・ファインディング —
『フィナンシャル・レビュー』創刊号, 大蔵省財政金融研究所.
- 竹中平蔵・千田亮吉・渡邊健・平岡博之 [1989]「わが国海外直接投資の計量分析」
『フィナンシャル・レビュー』第9号, 大蔵省財政金融研究所.
- 田近栄治・油井雄二 [1988]「資本コストと法人実効税率 — 戦後日本の実証研究 —」
『経済研究』（一橋大学）第39巻2号.
- 田近栄治・油井雄二 [1990]「税制と設備投資: 平均実効税率, 資本収益率, 投資行動の日米比較」
『フィナンシャル・レビュー』第18号, 大蔵省財政金融研究所.
- 田近栄治・油井雄二 [1996]「日米製造業の税負担 — 経済的所得による分析」『税経通信』
第51巻第9号.
- 田近栄治・油井雄二 [2000]『日本の企業課税』東洋経済新報社.
- 近昭夫 [1996]『統計・企業情報データベースと経済分析』青木書店.
- 戸谷裕之 [1994]『日本型企业課税の分析と改革』中央経済社.
- 戸谷裕之 [1995]「国際企業課税の負担調整問題」『総合税制研究』第3号, (財)納税協会連合会.
- 中塚賢 [2001]「海外直接投資に与える税制の影響 — 先行研究のサーベイを中心に —」
『関西学院経済学研究』第32号.
- 橋本徹・山本栄一・林宜嗣・中井英雄・高林喜久生 [2002]『基本財政学 [第4版]』
有斐閣ブックス.
- 日高政浩・前田実 [1994]「海外直接投資と税制」『フィナンシャル・レビュー』第31号,
大蔵省財政金融研究所.
- 日本銀行国際収支統計研究会 [2000]『入門 国際収支』東洋経済新報社.
- 村上睦 [1997]「キャッシュ・フロー法人税と国際課税原則」『大阪学院大学経済学論集』
第11巻1・2号.
- 油井雄二 [1998]「税制と海外直接投資: 資本コストによる理論分析」『成城大学経済研究』139号.
- Auerbach, A.J., and Hines, J.R. Jr. [1988] Investment Tax Incentives and Frequent Tax Reform,
American Economic Review 78(2).

- Boskin, M. J., and Gale, W. G. [1987] New Result on the Effects of Tax Policy on the International Location of Investment, *The Effects of Taxation on Capital Accumulation*.
- Cassel, G. [1918] Abnormal Deviation in International Exchanges, *Economic Journal*, Vol.28.
- Dunning, J.H. [1979] Explaining Patterns of International Production In Defence of the Eclectic Theory, *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, Vol.41.
- Dunning, J.H. [1985] *Multinational Enterprises, Economic Structure, and International Competitiveness*, J. H. Dunning, ed., Chichester, Wiley.
- Feldstein, M., and Jun, J. [1987] The Effects of Tax Rules on Nonresidential Fixed Investment: Some Preliminary Evidence from 1980s, *The Effects of Taxation on Capital Accumulation*, University of Chicago Press .
- Hartman, D. G. [1984] Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States, *National Tax Journal*, Vol.37, No.4.
- Hartman, D. G. [1985] The Policy and Foreign Direct Investment in the United States, *Journal of Public Economics*, Vol.26.
- Hines, J.R., Jr. [1996] Altered States: Taxes and Location of Foreign Direct Investment in America, *American Economic Review*, Vol.86.
- Hines, J.R., Jr. [1997] Tax Policy and the Activities of Multinational Corporations, *Fiscal policy: Lessons from Economic Research*, A. auerbach, ed. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Hines, J.R., Jr., and Rice, E. M. [1994] Fiscal Paradise: Foreign Tax Heavens and American Business , *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109.
- Jun, J. [1989] Tax Policy and International Direct Investment, *NBER Working Paper Series* 3048.
- Jun, J. [1989] Tax Policy and Direct Investment Abroad, *NBER Working Paper Series* 3049.
- Jun, J. [1989] What Is The Marginal Source for Foreign Investment, *NBER Working Paper Series* 3064.
- Ondrich, J., and Wasylenco, M. [1993] *Foreign Direct Investment in the United States*, W.E. Upjhon Institute for Employment Research.
- Slemrod, J. [1988] Effect of Taxation with International Capital Mobility: *Uneasy Compromise: Problems of a Hybrid Income Consumption Tax*. Washington, D.C.: Brookings Institute.
- Slemrod, J. [1990] Tax Effects on Foreign Direct Investment in the U.S.: Evidence from A Cross-Country Comparison, *Taxation in the Global Economy*, A. Razin and J. Slemrod, ed., University of Chicago Press .
- Slemrod, J. [1998] The Taxation of Foreign Direct Investment: Operational and policy Perspective, *Borderline Case: International Tax policy, Corporate Research and Development, and Investment*, J. Poterba, ed., National Academy Press.
- Tajika, E., and Yui, Y. [1988] Cost of Capital and Effective Tax Rate: A Comparison of U.S. and Japanese Manufacturing Industries, *Hitotsubashi Journal of Economics*, 29.
- Young, K. H. [1988] The Effects of the Tax and Rates of Return on Foreign Direct Investment in the United States, *National Tax Journal*, Vol.41.